逆势高质量高增长，看好前瞻性战略与坚定执行力

太阳纸业（002078.SZ）

推荐 首次评级

- **事件：公司发布 2015 年业绩快报，逆势高质量高增长，**2015 年实现营业收入 108.3 亿元，同比增长 3.6%，其中四季度收入 29 亿元，同比增长 12.1%，增速较高是由于公司溶解浆产能四季度投产后迅速达产；2015 年归母净利润 6.63 亿元，同比增长 41.5%，对应每股收益 0.27 元，其中四季度归母净利润 2.47 亿元，同比增长 59.6%，四季度单季度业绩同比增速较高是往年正常现象。公司加权平均净资产资产收益率 11.25%，同比提升 2.31pct，显示出内部资产结构利用率不断提升，且向高净利业务不断倾斜。
- **4：3：3 战略彰显管理层前瞻性，2:3:7 利润逐步落实执行力坚定：**公司早在 2013 年造纸行业处于整体迷茫期时提出要实现工业用纸：新材料（溶解浆、木糖等）：生活用纸利润为 4:3:3，即利润结构的四三三战略。近年来通过纸机改造与高效利用，产能逐步向溶解浆与生活用纸倾斜。与此同时，公司 2013 年利润为 2.85 亿元，当时规划 2014-2016 年利润增量分别为 2-3-7 亿元，限制性股权激励计划 2014-2016 年归母利润分别为 4.56/6.56/9.69 亿元，2014-2015 年均顺利完成目标，体现出公司坚定的执行力，其中 2015 年利润增量预计主要来自：（1）下半年剥离掉亏损子公司后利润同比增加：公司 2015 年 8 月出售合作公司万国纸业太阳白卡纸公司（45%股权比例，2014 年亏损 3500 万，2015 年上半年亏损 3842 万元）、山东国际纸业太阳纸板有限公司（45%股权比例，2014 年亏损 614 万元，2015 年上半年亏损 3346 万元）和山东万国太阳食品包装材料有限公司（45%股权比例，2014 年亏损 1.54 亿元，2015 年上半年亏损 9402 万元）给太阳控股；（2）溶解浆下半年反弹利润增加，溶解浆上半年走势与 2014 年一致，但下半年明显涨价约 600-700 元每吨，根据公司 20 万吨溶解浆产能预计增厚大几千万利润；（3）节能减排资产高效利用所致成本节约。
- **2016 年亏损资产剥离+溶解浆投产+牛皮纸投产+生活用纸扭亏为利润来源，2017 年后老挝木材项目、美国针叶浆项目、生活用纸助力业绩持续增长：**预计公司 2016 年利润增量来源于以下部分：（1）2015 年上半年三大亏损子公司合计亏损约 1.6 亿元，按照 45%折算后，2016 年股份公司同比增加近 1 亿利润（2）新上的 29 机型轻型纸 30 万吨浆贡献近 1 亿元利润；（3）高强度低克重的牛皮纸 50 万吨 2016 年中期投产将贡献部分净利润；（4）生物质新材料溶解浆近 30 万吨去年投产，预计增加 1 亿元多净利润；（5）生活用纸 2014 年开始投入，预计 2016 年将由亏转盈；展望 2017 年及以后主要增量来自于前期在老挝林地项目，预计 2017 年可以达产，美国针叶浆业务也将在落成后成为高毛利增长点，生活用纸预计也将步入盈利轨道。
- **造纸前期投入高，现金流充沛杠杆率进入下行通道，逐步寻找新方向：**公司运营综合能力和现金流量均远超同行，2013-2015 年 ROE 分别为 5.6%、8.9%、11.3%逐年提升，2012-2014 年经营性净现金

分析师

马莉
（8610）6656 8489
mali_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢：
赵中平
（860755）82837691
zhaozhongping@chinastock.com.cn
对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2016.2.25
A 股收盘价	4.21
A 股一年内最高价(元)	11.13
A 股一年内最低价(元)	4.06
上证指数	2741
市净率	1.6
市盈率（TTM）	19
总股本（亿股）	25.37
实际流通 A 股(亿股)	19.89
限售 A 股(亿股)	5.47
流通 A 股市值(亿元)	83.7

板块价格走势图

- 流 14、14、26 亿元，公司过去造纸相关项目较多，未来再投产计划较少，预计杆率将逐年下降释放出更多现金。董事长年过 60 近期通过董事会将女儿提升为副董事长，去年与今年初通过设立小规模并购基金逐步寻找新方向，
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2016-2017 年净利润为 9.8、12.5 亿元，当前动态估值 11 倍具备安全边际，市净率 1.6 倍反应对旗下资产高效管理，公司管理质地优秀，并具备拥抱新经济的新想法，首次覆盖给予推荐评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉轻工制造行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

北京地区：高 兴 010- 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn

北京地区：李笑裕 010 -83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn